BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– July 2006 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 11 July 2006.

Overview

Overall, the outlook for economic growth and inflation in Canada is largely unchanged from that set out in the April *Monetary Policy Report*. Growth in the first half of 2006 appears to have been a little stronger, and the Canadian dollar has traded in a higher range than envisaged in the last *Report*. As well, there was a further shift in the composition of demand towards consumption and away from exports. This additional strength in domestic demand is expected to persist into next year, but it should be more than offset by a weaker outlook for net exports, owing primarily to the recent strength in the Canadian dollar. Hence, in aggregate, growth in 2007–08 is expected to be a little weaker than projected in April.

The economy is currently judged to be operating just above its production capacity. With some anticipated moderation in U.S. economic growth, combined with past interest rate and exchange rate increases, the Canadian economy is projected to return to its production capacity by the end of 2008. The Bank projects real GDP growth of 3.2 per cent in 2006, 2.9 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008.

Total CPI inflation is expected to average just over 1 1/2 per cent from mid-2006 to mid-2007, with the reduction in the Goods and Services Tax (GST) lowering the inflation rate by 0.6 percentage points over this period. Inflation should then return to the 2 per cent target and remain there. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods.

Highlights

- Overall, the outlook for growth and inflation in Canada is largely unchanged from April.
- While growth in the first half of 2006 appears to have been a little stronger, growth in 2007–08 is expected to be a little weaker, owing primarily to the lagged effects of the higher dollar.
- Total CPI inflation should average just over 1 1/2 per cent until mid-2007 and then return to the 2 per cent target.
- Risks to the Bank's projection remain roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.
- The current level of the policy interest rate is judged at this time to be consistent with achieving the inflation target.

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily

Core inflation (which excludes the effect of changes in indirect taxes, as well as eight of the most volatile CPI components) should remain at about 2 per cent throughout the projection period.

Since the April *Report*, world economic developments have generally been in line with our base-case assumption of an orderly resolution of global imbalances. Some rotation in global demand is becoming evident, with stronger domestic demand in Europe and Japan, weaker consumption in the United States, and some further real effective depreciation of the U.S. dollar.

There are important upside and downside risks to the projection, but the Bank continues to judge that these risks are roughly balanced. The upside risks to Canadian output and inflation relate primarily to the momentum in household spending and housing prices. The main downside risk for Canada is that the U.S. economy could slow more rapidly than expected, reducing demand for Canadian exports. Because of the possibility of a disorderly resolution of global current account imbalances, the balance of risks is tilted slightly to the downside later in the projection period.

The Bank of Canada raised the target for the overnight rate by 25 basis points to 4.25 per cent in late May. On 11 July, the target rate was left unchanged (Chart 1). The current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term. The Bank will monitor global and domestic economic and financial developments, including adjustments in the Canadian economy, relative to its projection.

Recent Economic and Financial Developments

Global Developments

The global economic expansion remains robust, with growth in China and the euro zone over the past few months slightly stronger than expected.

Economic activity in the United States is unfolding largely as anticipated. Real GDP growth has been strong over the past year, growing faster than potential output on average. The U.S. economy appears to be operating close to its potential, and recent indicators suggest that real GDP growth is moderating, particularly growth in residential investment and consumer spending.

Measures of inflation in the United States have moved slightly higher than expected, apparently reflecting a stronger response to continued strong growth, the cumulative increase in commodity prices, and the sizable real effective depreciation of the U.S. dollar since 2002.

Financial and Commodity Markets

In response to the evolving global situation, a number of major central banks have continued to tighten their monetary policy since the April *Report*. The U.S. Federal Reserve and the European Central Bank, among others, have raised their respective policy rates. The Bank of Japan has continued to gradually exit its quantitative easing policy.

Partly associated with the global rise in interest rates, equity markets in many countries declined in the past few months. However, the largest declines in prices occurred in markets that had experienced significant gains in the first four months of 2006. Volatility in markets rose but has since subsided.

Despite the substantial swings in the prices of metals and other commodities, the overall level of commodity prices at mid-2006 remained at about the level expected at the time of the last *Report*. Since that *Report*, the Canadian dollar has moved up against the U.S. dollar into a range of about 88.5 to 91.5 cents U.S. from a range of about 85.5 to 88.5 cents U.S.

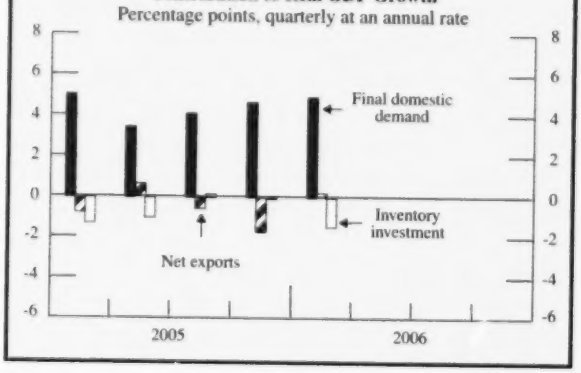
Canadian Economic Activity

Canada's real GDP appears to have grown a little faster than expected in the first half of 2006. The economy continued to adjust to global developments that included continuing high prices for many of the commodities that Canada exports and a strong Canadian dollar.

Real GDP rose at an annual rate of 3.8 per cent in the first quarter of 2006, higher than the 3.2 per cent expected in the April *Report*. Final domestic demand remained the major contributor to GDP growth (Chart 2).

The Bank's monitoring of available information points to real GDP growth of about 3.2 per cent in the second quarter, as previously anticipated. Monthly information indicates that consumer spending has been growing faster than expected as a result of further substantial increases in employment, real personal disposable income, and household net worth. This development is also consistent with continued strong growth in household credit. This additional strength in consumer spending appears to have been offset by greater-than-projected weakness in merchandise export volumes during the same period.

Chart 2
Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



Pressures on Capacity

The stronger economic growth in the first half of the year means that, at mid-year, the level of activity and the estimated degree of pressure on production capacity are marginally higher than projected in the April *Report*.

The Bank's conventional measure of the output gap, which is surrounded by a wide confidence interval, suggests that the economy was operating about 0.4 per cent above its production potential in the second quarter. In the Bank's summer *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting difficulties in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 3).

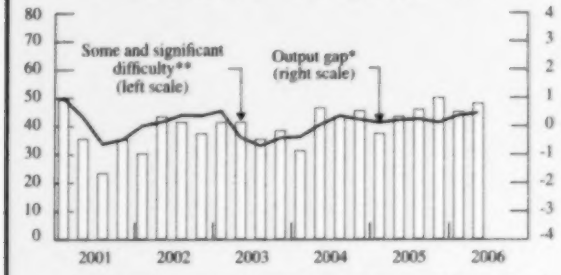
The employment-to-population ratio reached a record high in May 2006, and the unemployment rate fell to its lowest level since the mid-1970s. This tightness in labour markets is, however, less evident in wage developments. The underlying trend in wage increases has fluctuated between 3 per cent and 4 per cent over the past year and, with trend productivity growth close to 1 3/4 per cent, underlying increases in unit labour costs appear to be about 2 per cent.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that the economy was operating just above its production capacity in the second quarter of 2006.

Inflation and the 2 Per Cent Target

The 12-month rate of increase in the total CPI continued to be above the Bank's 2 per cent inflation-control target, averaging 2.6 per cent in April and May of 2006

Chart 3
Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 3.2 per cent (at annual rates).

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

(Chart 4). Once again, this resulted mainly from substantial increases in energy prices at the consumer level.

In contrast, the core rate of inflation remained below 2 per cent in the first four months of 2006, before moving up to 2 per cent in May—slightly sooner than expected. The rate of increase in the price of shelter for homeowners has picked up since early this year because of higher prices for new housing. The rate of increase in the prices of other services has also strengthened. At the same time, the prices of many import-intensive goods have continued to come under downward pressure from decreases in the world prices of many manufactured goods and from the past appreciation of the Canadian dollar.

Chart 4
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change

* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection assumes energy prices consistent with current futures prices, as well as a smooth and orderly resolution of global imbalances, resulting from supportive policy actions to rebalance global demand combined with a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar.

Global economic growth in 2006 is now expected to be 4.9 per cent, slightly stronger than the 4.8 per cent anticipated at the time of the last *Report*. The current momentum in global economic activity is projected to ease gradually, with global economic growth slowing to 4.6 per cent in 2007 and 4.4 per cent in 2008, more in line with growth in world production potential.

Consistent with the April *Report*, real GDP growth in the United States is expected to average 3.5 per cent in 2006, before moderating to a rate close to potential growth of about 3.2 per cent in 2007 and 2008. Housing activity and growth in consumption are projected to slow as part of a rotation in the source of growth away from domestic demand and towards exports.

Prices for crude oil futures over the projection period are slightly higher than those in the April *Report*, averaging just over US$74 per barrel, while those for natural gas are somewhat lower.

The price index for non-energy commodities is expected to ease over the projection period from the high levels reached in the second quarter of 2006, largely as a result of declines in metals prices as increases in world supply become more evident. Nevertheless, the projected level of non-energy commodity prices remains high relative to historical experience.

The Bank's base-case projection for economic growth in Canada is 3.2 per cent in 2006, 2.9 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008 (Chart 5, Table 1). While this overall outlook for growth is largely unchanged from that in the April *Report*, it is a little

stronger in 2006 and a little lower in 2007 and 2008. The slower growth stems from the assumption that the Canada-U.S. exchange rate will stay in its recent higher range over the projection period. In addition, the projected composition of growth has changed somewhat since April (Table 1). Stronger growth in consumption spending is offset by a weaker outlook for net exports.

Strong domestic demand in Canada, supported by robust global growth, remains a key feature of the base-case projection. Business investment and consumer spending are expected to remain strong, while spending on housing, after rising considerably in 2006, is expected to decline slightly in 2007 and 2008. Government expenditures on goods, services, and transfers are assumed to increase broadly in line with revenues over the projection period, adding to the strength of domestic demand.

While exports are expected to continue to increase, reflecting the strength in global demand, export growth is now projected to make a more modest contribution to growth owing to the assumption that the exchange rate remains in its current range. At the same time, further marked gains in investment in machinery and equipment, combined with the strength in the Canadian dollar, should stimulate imports. Thus, net exports are expected to exert a drag on overall growth for some time, though this effect should diminish over the projection period.

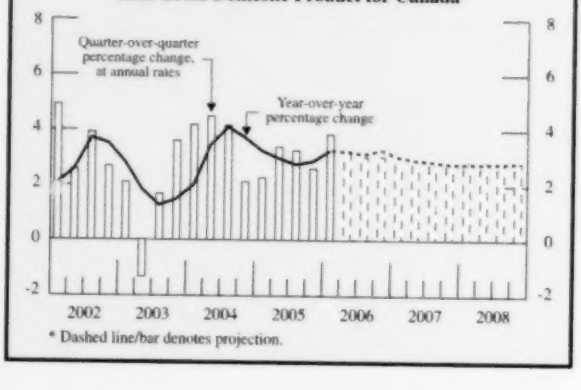
Table 1
Contributions to Average Annual Real GDP Growth[1]
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	2.0 *(1.8)*	1.8 *(1.6)*	1.6 *(1.6)*
Housing	0.2 *(0.1)*	-0.1 *(-0.1)*	-0.1 *(-0.1)*
Government	0.8 *(0.9)*	0.8 *(0.9)*	0.7 *(0.6)*
Business fixed investment	1.0 *(1.0)*	0.9 *(0.8)*	0.6 *(0.7)*
Subtotal: Final domestic demand	4.0 *(3.8)*	3.4 *(3.2)*	2.8 *(2.8)*
Exports	1.1 *(1.7)*	1.2 *(1.4)*	1.2 *(1.2)*
Imports	-2.0 *(-2.1)*	-1.7 *(-1.6)*	-1.2 *(-1.1)*
Subtotal: Net exports	-0.9 *(-0.4)*	-0.5 *(-0.2)*	0 *(0.1)*
Inventories	0.1 *(-0.3)*	0 *(0)*	0 *(0)*
GDP	3.2 *(3.1)*	2.9 *(3.0)*	2.8 *(2.9)*

1. Figures in parentheses are from the base case presented in the April *Report*.

To support the projection for potential output growth, the Bank has assumed that labour productivity growth will average 1 1/2 per cent over the projection period. This is consistent with the Bank's assessment of trend productivity growth, which is based on a broad range of evidence, including the historical relationship between productivity and real unit labour costs. Given the assumption for labour productivity growth, the projection for potential output growth implies that labour input will grow by 1 1/2 per cent in 2006 and by 1 1/2 per cent in 2007 and 2008.[1]

Chart 5
Real Gross Domestic Product for Canada*



* Dashed line/bar denotes projection.

1. Since the April *Report*, Statistics Canada has revised up its estimates of labour productivity growth for 2005, giving the Bank greater confidence in its assumption of 1 3/4 per cent for trend productivity growth and 3 per cent for potential output growth.

In this base-case projection, the anticipated moderation of U.S. growth, combined with the lagged effects of past interest rate and exchange rate increases, brings aggregate supply and demand back into balance. Hence, in this projection, the current level of the policy interest rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Movements in the 12-month rate of increase in total CPI inflation will be importantly influenced by the cut in the GST from 7 per cent to 6 per cent on 1 July 2006 and by developments in the markets for crude oil and natural gas. The direct effect of the one-percentage-point cut in the GST on the total CPI is estimated to be 0.6 per cent. Total CPI inflation is expected to average just over 1 1/2 per cent in the second half of 2006 and the first half of 2007, before returning to the 2 per cent target (Table 2). Note that total CPI inflation is likely to fall temporarily to close to 1 per cent this September, reflecting the brief surge in energy prices last September.

Core inflation is expected to remain at about 2 per cent throughout the projection period. The upward pressure on inflation from excess demand in the economy should be offset by continued downward pressure from further reductions in the prices of manufactured goods. These two offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, with the result that the core rate should stay at 2 per cent.

Table 2
Summary of the Base-Case Projection[a]

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)[b]	**3.8** *(3.2)*	**3.2** *(3.2)*	**3.0** *(3.0)*	**3.0** *(3.0)*	**2.8** *(2.9)*	**2.7** *(2.9)*	**2.8** *(2.9)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**3.2** *(3.2)*	**3.2** *(3.1)*	**3.1** *(3.0)*	**3.2** *(3.1)*	**2.9** *(3.0)*	**2.8** *(2.9)*	**2.8** *(2.9)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**1.7** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**2.4** *(2.4)*	**2.7** *(2.6)*	**1.5** *(1.9)*[c]	**1.8** *(2.3)*[c]	**1.6** *(2.1)*[c]	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	**2.4** *(2.4)*	**2.7** *(2.6)*	**2.1** *(1.9)*	**2.4** *(2.3)*	**2.2** *(2.1)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
WTI[d] (level)	**63** *(63)*	**71** *(70)*	**73** *(73)*	**75** *(74)*	**76** *(74)*	**75** *(73)*	**73** *(71)*

a. Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. Note that the base-case projection for total CPI in the April *Report* did not assume any reduction in the GST, an indirect tax.
d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 July 2006.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2006 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2006.

Vue d'ensemble

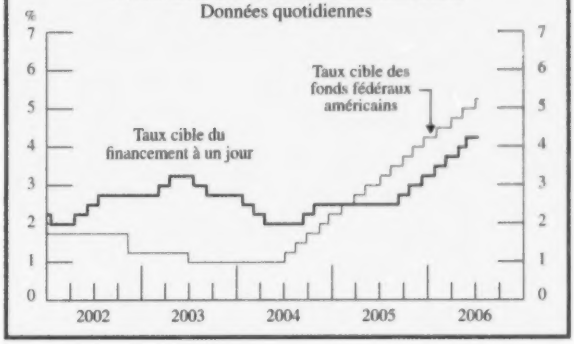
Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance économique et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'expansion semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, et le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette plus élevée qu'on ne l'avait envisagé dans le dernier *Rapport*. En outre, la composition de la demande a continué de se modifier, la consommation gagnant en importance au détriment des exportations. Le dynamisme additionnel affiché par la demande intérieure devrait se poursuivre l'an prochain, mais ce facteur sera vraisemblablement plus que contrebalancé par une baisse des exportations nettes, attribuable principalement à la vigueur récente du dollar canadien. Par conséquent, dans l'ensemble, la croissance économique devrait être légèrement plus faible, en 2007 et en 2008, qu'on ne l'entrevoyait en avril.

La Banque estime actuellement que l'économie fonctionne à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production. Compte tenu de la modération attendue de l'expansion aux États-Unis, conjuguée aux hausses passées des taux d'intérêt et du

Faits saillants

- Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes qu'en avril.
- La croissance semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, mais elle devrait être un peu plus faible en 2007 et en 2008, en raison surtout des effets retardés de l'appréciation récente du dollar.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 %.
- Les risques entourant la projection de la Banque demeurent relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.
- La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

Graphique 1
Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains
Données quotidiennes



taux de change, l'économie canadienne devrait revenir à son potentiel d'ici la fin de 2008. La Banque prévoit que le PIB réel progressera à un rythme de 3,2 % en 2006, de 2,9 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) ayant pour effet d'abaisser le taux d'inflation en glissement annuel de 0,6 point de pourcentage durant cet intervalle. L'inflation devrait ensuite remonter à la cible de 2 % et y demeurer. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie sont contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. Pour sa part, le taux d'augmentation de l'indice de référence (qui exclut l'effet des modifications des impôts indirects ainsi que huit des composantes les plus volatiles de l'IPC) devrait se maintenir aux alentours de 2 % tout au long de la période de projection.

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, l'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme au scénario de référence de la Banque, qui suppose une résorption ordonnée des déséquilibres à l'échelle du globe. La rotation de la demande mondiale devient plus visible, comme en témoignent le renforcement de la demande intérieure en Europe et au Japon, le repli de la consommation aux États-Unis et une certaine dépréciation du dollar américain en termes effectifs réels.

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, entourent la projection de la Banque, mais celle-ci juge encore que ces risques sont relativement équilibrés. Les risques à la hausse touchant la production et l'inflation au Canada sont liés surtout au dynamisme des dépenses des ménages et à la progression des prix des logements. Le principal risque à la baisse qui pèse sur l'économie canadienne tient au fait que l'activité pourrait ralentir plus rapidement que prévu aux États-Unis, et réduire ainsi la demande d'exportations canadiennes. Compte tenu de la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale, les risques à la baisse deviennent légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la fin de mai, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour le porter à 4,25 %. Ce taux est demeuré inchangé le 11 juillet dernier (Graphique 1). La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme. Elle suivra l'évolution économique et financière sur la scène mondiale et au pays, ainsi que les ajustements en cours au sein de l'économie canadienne, par rapport à sa projection.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale demeure robuste, la Chine et les pays de la zone euro ayant affiché ces derniers mois une croissance un peu plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait.

Aux États-Unis, l'évolution de l'activité est généralement conforme aux prévisions. Le taux de croissance du PIB réel a été élevé pendant la dernière année, et supérieur

en moyenne à celui de la production potentielle. L'économie américaine semble tourner près de son plein potentiel, et les indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel ralentit, particulièrement en ce qui a trait aux investissements dans le secteur résidentiel et aux dépenses de consommation.

Les chiffres de l'inflation sont un peu plus élevés que prévu aux États-Unis, ce qui s'explique apparemment par une réaction plus prononcée à la poursuite de la forte expansion, par la hausse cumulative des prix des produits de base ainsi que par la dépréciation substantielle qu'a enregistrée le dollar américain, en termes effectifs réels, depuis 2002.

Les marchés financiers et des produits de base

Devant l'évolution de la conjoncture internationale, plusieurs grandes banques centrales ont resserré encore leur politique monétaire depuis la publication du *Rapport* d'avril. La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne, entre autres, ont majoré leurs taux directeurs respectifs. La Banque du Japon a continué de mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif.

Du fait notamment de la hausse des taux d'intérêt dans le monde, les marchés boursiers de nombreux pays se sont contractés ces derniers mois. Toutefois, les baisses les plus marquées des cours se sont produites sur les marchés qui avaient enregistré des gains notables durant les quatre premiers mois de 2006. La volatilité s'est accentuée sur les marchés, mais s'est atténuée depuis.

Malgré les amples fluctuations des prix des métaux et des autres produits de base, les cours des matières premières se situent généralement, au milieu de 2006, à peu près au niveau auquel on s'attendait lors de la publication du dernier *Rapport*. Depuis, le dollar canadien s'est apprécié par rapport à son pendant américain; il s'est échangé dans une fourchette d'environ 88,5 à 91,5 cents É.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 85,5 à 88,5 cents É.-U. approximativement.

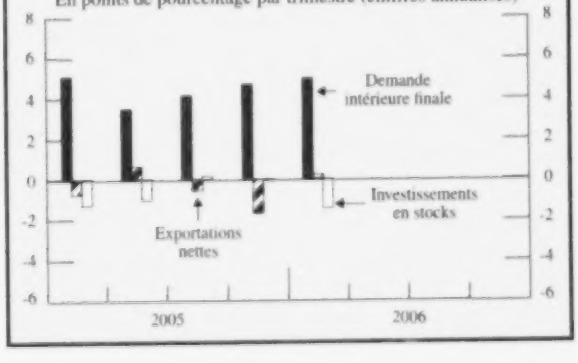
L'activité économique au Canada

Au premier semestre de 2006, le PIB réel du pays semble avoir progressé un peu plus rapidement que prévu. L'économie a continué de s'ajuster à la conjoncture internationale, notamment aux prix toujours élevés de bon nombre des produits de base que le Canada exporte et à la force du dollar canadien.

Le PIB réel a augmenté à un taux annualisé de 3,8 % au premier trimestre de 2006, un chiffre supérieur aux 3,2 % anticipés dans le *Rapport* d'avril. La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance du PIB (Graphique 2).

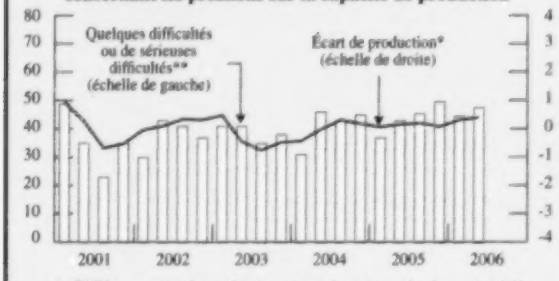
À la lumière des informations disponibles, la Banque estime que le PIB réel a progressé d'environ 3,2 % au deuxième trimestre, ce qui est conforme à ses prévisions antérieures. Les données mensuelles révèlent que les dépenses de consommation ont augmenté plus rapidement qu'escompté, à la faveur de nouvelles hausses substantielles de l'emploi, du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages. Cette évolution est également compatible avec la poursuite de la vive expansion du crédit aux ménages. Cet accroissement supplémentaire des dépenses de consommation semble avoir été neutralisé par la faiblesse plus grande que prévu du volume des exportations de marchandises au cours de la même période.

Graphique 2
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Graphique 3

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3,2 % (en rythme annuel).

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'accélération de l'expansion économique au premier semestre de 2006 fait en sorte que le niveau d'activité et l'intensité des pressions estimatives s'exerçant sur la capacité de production sont, au milieu de l'année, un peu plus élevés que ce qui était prévu dans la livraison d'avril du *Rapport*.

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production, qui est entourée d'un large intervalle de confiance, donne à penser que le volume de production au sein de l'économie dépassait d'environ 0,4 % le niveau de la production potentielle au deuxième trimestre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée au-dessus de la moyenne (Graphique 3).

Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet sans précédent en mai 2006, et le taux de chômage est tombé à son niveau le plus bas depuis le milieu des années 1970. Cette tension observée sur le marché du travail est toutefois moins visible dans les salaires. Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a varié entre 3 et 4 % au cours de la dernière année et, compte tenu d'une croissance tendancielle de la productivité de près de 1 3/4 %, le taux d'augmentation sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre semble se situer autour de 2 %.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production au deuxième trimestre de 2006.

L'inflation et la cible de 2 %

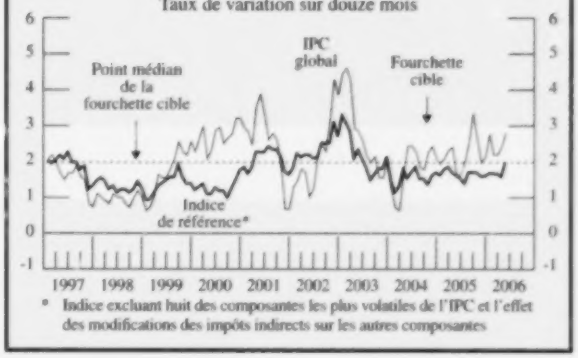
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,6 % en moyenne en avril et en mai 2006 (Graphique 4). Une fois encore, cette situation tenait surtout à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie.

À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 % durant les quatre premiers mois de 2006, puis est montée à 2 % en mai, soit un peu plus tôt que prévu. Le taux d'augmentation des frais de logement des propriétaires a grimpé depuis le début de l'année, en raison de la majoration des prix des maisons neuves. Le rythme de progression des prix des autres services s'est aussi accéléré. Parallèlement, le recul

Graphique 4

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et l'appréciation passée du dollar canadien ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations.

Les perspectives économiques

Le scénario de référence de la Banque suppose une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi qu'une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux, rendue possible par des politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et par une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels.

On s'attend maintenant à ce que l'expansion de l'économie mondiale se chiffre à 4,9 % en 2006, ce qui est légèrement supérieur au taux de 4,8 % escompté dans le dernier *Rapport*. À l'échelle internationale, le dynamisme actuel de l'activité devrait s'atténuer graduellement; la croissance de l'économie ralentira pour se situer à 4,6 % en 2007 et à 4,4 % en 2008, soit un rythme plus conforme à celui de la production potentielle.

Comme on le prévoyait dans le *Rapport* d'avril, le taux d'augmentation du PIB réel aux États-Unis devrait s'établir en moyenne à 3,5 % en 2006, avant de descendre à un niveau proche de celui de la production potentielle, soit environ 3,2 %, en 2007 et en 2008. L'activité sur le marché du logement et la hausse des dépenses de consommation devraient ralentir à mesure que les sources de croissance se modifieront, les exportations gagnant en importance par rapport à la demande intérieure.

Les cours à terme du pétrole brut, pour la période de projection, sont un peu supérieurs à ceux mentionnés dans le *Rapport* d'avril -- ils se situent en moyenne juste au-dessus de 74 dollars É.-U. le baril —, alors que les cours à terme du gaz naturel sont légèrement plus bas.

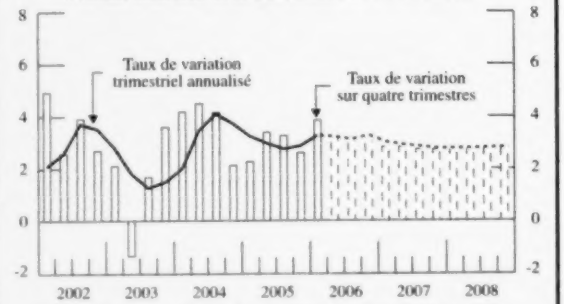
Pendant la période considérée, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait redescendre en deçà des hauts niveaux atteints au deuxième trimestre de 2006, du fait surtout que les cours des métaux fléchiront à mesure que l'accroissement de l'offre mondiale deviendra plus manifeste. Le niveau projeté de ces prix demeure néanmoins élevé par comparaison aux données historiques.

La Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que le taux d'expansion de l'économie s'établira à 3,2 % en 2006, à 2,9 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Graphique 5, Tableau 1). Si, dans l'ensemble, ces perspectives restent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport*, elles sont légèrement plus favorables pour 2006, et un peu moins favorables pour 2007 et 2008. Le ralentissement prévu de la croissance cadre avec l'hypothèse selon laquelle le cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain continuera d'évoluer, pendant la période considérée, dans la fourchette plus élevée où il s'est situé récemment. En outre, la composition projetée de la croissance s'est modifiée quelque peu depuis avril (Tableau 1). La hausse plus marquée des dépenses de consommation est contrebalancée par une détérioration des perspectives concernant les exportations nettes.

Le dynamisme de la demande intérieure au Canada, soutenu par une forte expansion à l'échelle du globe, constitue encore un élément important du scénario de référence. On s'attend à ce que les investissements des entreprises et les dépenses

Graphique 5

Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* Les lignes et les barres en pointillés indiquent qu'il s'agit d'estimations.

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel[1]
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	2,0 *(1,8)*	1,8 *(1,6)*	1,6 *(1,6)*
Logement	0,2 *(0,1)*	-0,1 *(-0,1)*	-0,1 *(-0,1)*
Administrations publiques	0,8 *(0,9)*	0,8 *(0,9)*	0,7 *(0,6)*
Investissements fixes des entreprises	1,0 *(1,0)*	0,9 *(0,8)*	0,6 *(0,7)*
Total partiel : demande intérieure finale	4,0 *(3,8)*	3,4 *(3,2)*	2,8 *(2,8)*
Exportations	1,1 *(1,7)*	1,2 *(1,4)*	1,2 *(1,2)*
Importations	-2,0 *(-2,1)*	-1,7 *(-1,6)*	-1,2 *(-1,1)*
Total partiel : exportations nettes	-0,9 *(-0,4)*	-0,5 *(-0,2)*	0 *(0,1)*
Stocks	0,1 *(-0,3)*	0 *(0)*	0 *(0)*
PIB	3,2 *(3,1)*	2,9 *(3,0)*	2,8 *(2,9)*

1. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'avril.

de consommation demeurent robustes, et à ce que les dépenses de logement, après avoir vivement augmenté en 2006, enregistrent un faible recul en 2007 et en 2008. La projection suppose que les dépenses publiques au titre des biens, des services et des transferts croîtront sensiblement à la même cadence que les recettes, ce qui accentuera la vigueur de la demande intérieure.

Bien que l'essor des exportations devrait se poursuivre grâce à la vitalité de la demande mondiale, on prévoit maintenant que la croissance des exportations apportera une contribution plus modeste à l'expansion de l'économie, compte tenu de l'hypothèse du maintien du taux de change dans la fourchette actuelle. Par ailleurs, une nouvelle hausse appréciable des investissements en machines et en matériel, combinée à la vigueur du dollar canadien, devrait dynamiser les importations. Les exportations nettes devraient donc brider la croissance globale pendant un certain temps, bien que cet effet s'estompera probablement au cours de la période de projection.

La Banque estime encore que le rythme d'expansion de la production potentielle atteindra 2,9 % en 2006, et 3,0 % en 2007 et en 2008[1]. Ce profil de croissance implique que l'économie continuera d'afficher une demande légèrement excédentaire pendant le reste de 2006 et qu'elle reviendra à son potentiel d'ici la fin de 2008. Dans ce scénario de référence, la modération anticipée de l'expansion aux États-Unis, conjuguée à l'effet retardé des hausses passées des taux d'intérêt et du taux de change, rétablit l'équilibre entre l'offre et la demande globales. En conséquence, selon ce scénario, le taux directeur se trouve à l'heure actuelle à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

La diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1er juillet 2006, et le comportement des marchés du pétrole brut et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global. On estime que la baisse de un point de pourcentage de la TPS aura pour effet direct d'abaisser l'IPC global de 0,6 %. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 % (Tableau 2). Il convient de noter que, selon toute vraisemblance, le rythme d'augmentation de l'IPC global chutera temporairement à près de 1 % en septembre prochain, en raison de la brève flambée des cours de l'énergie en septembre 2005.

1. Depuis la publication du *Rapport* d'avril, Statistique Canada a révisé à la hausse ses estimations relatives à la croissance de la productivité du travail pour 2005, confortant ainsi l'hypothèse de la Banque selon laquelle le taux d'augmentation de la productivité en longue période est de 1 3/4 %, et le rythme d'expansion de la production potentielle, de 3 %.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. Les pressions à la hausse attribuables à la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être compensées par les pressions à la baisse continues que viendront exercer de nouvelles réductions des prix des biens manufacturés. On s'attend à ce que ces pressions opposées s'atténuent en parallèle au cours de la période considérée, si bien que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera à 2 %.

Tableau 2
Résumé des projections[a]

	2006				2007		2008
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)[b]	**3,8** *(3,2)*	**3,2** *(3,2)*	**3,0** *(3,0)*	**3,0** *(3,0)*	**2,8** *(2,9)*	**2,7** *(2,9)*	**2,8** *(2,9)*
PIB réel (taux de variation sur douze mois)	**3,2** *(3,2)*	**3,2** *(3,1)*	**3,1** *(3,0)*	**3,2** *(3,1)*	**2,9** *(3,0)*	**2,8** *(2,9)*	**2,8** *(2,9)*
Indice de référence (taux de variation sur douze mois)	**1,7** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (taux de variation sur douze mois)	**2,4** *(2,4)*	**2,7** *(2,6)*	**1,5** *(1,9)*[c]	**1,8** *(2,3)*[c]	**1,6** *(2,1)*[c]	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation sur douze mois)	**2,4** *(2,4)*	**2,7** *(2,6)*	**2,1** *(1,9)*	**2,4** *(2,3)*	**2,2** *(2,1)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
WTI[d] (niveau)	**63** *(63)*	**71** *(70)*	**73** *(73)*	**75** *(74)*	**76** *(74)*	**75** *(73)*	**73** *(71)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. Il est à noter que la projection relative à l'IPC global présentée dans le *Rapport* d'avril ne tenait pas compte de la diminution de la TPS, un impôt indirect.
d. Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 7 juillet 2006.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.
Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous. Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.